

Tamaño e independencia de la junta, su relación con el valor de la empresa *

Board size and independence, its relationship with firm value

Tamanho e independência do conselho de administração, sua relação com o valor da empresa

Juan Pablo Dávila Velásquez

Profesor en INALDE Business School – Universidad de La Sabana, Chía, Colombia.
juan.davila@inalde.edu.co. <https://orcid.org/0000-0002-6791-7003>

Diógenes Lagos Cortés

Investigador en INALDE Business School – Universidad de La Sabana, Chía - Colombia.
diogenes.lagos@inalde.edu.co <https://orcid.org/0000-0002-8471-4726>.

Charles Muller-Sánchez

Investigador en INALDE Business School – Universidad de La Sabana, Chía - Colombia.
charles.muller@inalde.edu.co. <https://orcid.org/0000-0001-7811-0187>

Resumen

Este trabajo analizó el efecto del tamaño y la independencia de la junta directiva en el valor de empresa (medido a través de la Q de Tobin) en empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia durante el período 2001-2013. La muestra comprendió un panel de datos no balanceado con 406 observaciones-año. El análisis se realizó mediante modelos de regresión por mínimos cuadrados ordinarios. No se encontró evidencia que relacione el tamaño de la junta directiva y su independencia con el valor de la empresa. Estos resultados pueden explicarse por las características del mercado de capitales colombiano (relativamente pequeño e ilíquido), las débiles leyes de protección de los accionistas y la presencia de empresas familiares en la muestra. Se recomienda a las entidades de control, profundizar en esfuerzos para sensibilizar al mercado sobre los beneficios de la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en las juntas directivas.

F.R. 20/2/2019 F.A. 28/3/2019

***Cómo citar:** Dávila Velásquez, J.P., Lagos Cortés, D., Muller-Sánchez, C. (2019). Tamaño e independencia de la junta, su relación con el valor de la empresa. Revista Libre Empresa, 16(1), 28-44
Este es un artículo Open Access bajo la licencia BY-NC-SA <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

Palabras Clave

Gobierno corporativo, tamaño de la junta directiva, independencia de la junta directiva, valor de la empresa.

Clasificación JEL: G30, G32, G38, L25

Abstract

This paper analyzed the effect of board size and independence on firm value (measured through the Tobin's Q) in companies listed on the Colombian Stock Exchange during the period 2001-2013. The sample comprised an unbalanced data panel with 406 observations-year. The analysis was performed by ordinary Least Squares Regression Models. No evidence was found linking the size of the board and its independence with the value of the company. These results can be explained by the characteristics of the Colombian capital market (relatively small and illiquid), the weak laws for the protection of shareholders and the presence of family businesses in the sample. Control entities are then recommended to deepen efforts to sensitize the market about the benefits of implementing good corporate governance practices in boards of directors.

Keywords

Corporate governance, board size, board independence, firm value.

Resumo

Este estudo analisou o efeito do tamanho e a independência do conselho de administração no valor da empresa (medido por meio do Q de Tobin) nas empresas na Bolsa de Valores da Colômbia durante o período 2001-2013. A amostra incluiu um painel de dados desequilibrado com 406 observações/ano. A análise realizada usando de modelos de regressão por mínimos quadrados comuns. Não foram encontradas evidências que relacionem o tamanho do conselho de administração e sua independência com o valor da empresa. Esses resultados podem ser explicados pelas características do mercado de capitais colombiano (relativamente pequeno e sem líquido), pelas fracas leis de proteção dos acionistas e pela presença de empresas familiares na amostra. Recomenda-se às entidades de controle, aprofundem os esforços para sensibilizar o mercado sobre os benefícios da implementação de boas práticas de governança corporativa nos conselhos de administração.

Palavras-chave

Governança corporativa, tamanho do conselho de administração, independência do conselho de administração, valor da empresa

Introducción

El gobierno corporativo ha sido abordado de forma amplia en la literatura como un mecanismo que ayuda a mitigar el problema de agencia (Eisenhardt, 1989; Tirole, 2001; Williamson, 1984). Los grandes escándalos corporativos generaron cuestionamientos sobre la eficiencia de las estructuras de gobierno corporativo como mecanismos para el control de la gestión (Claessens y Yurtoglu, 2013). Estos escándalos (por ejemplo, Enron, WorldCom y Parmalat) destaparon

deficiencias en el sistema de gobierno corporativo que condujeron al desarrollo e implementación de nuevas prácticas con el objetivo de aumentar la transparencia y mejorar la gestión corporativa. Entre estas iniciativas se cuentan los “Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE” emitidos en 1999 y que fueron asumidos como base para el desarrollo de modelos de gobierno corporativo en buena parte de las instituciones de países latinoamericanos.

Colombia es una de las economías más estables de América Latina y su modelo de gobierno corporativo se relaciona de forma estrecha con el modelo europeo continental. Sin embargo, como la gran mayoría de los países de América Latina, tiene diferencias importantes en comparación con Europa. Entre estas, se destacan: mercados de capitales de menor tamaño (La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny, 2000a, 2000b), menores niveles de protección para los accionistas derivados de un sistema legal débil (Klapper y Love, 2004; La Porta et al., 2000b) y mayores niveles de concentración en la propiedad (Gutiérrez y Pombo, 2009; Gutiérrez, Pombo & Taborda, 2008). Desde 2003, la Asociación Colombiana de Cámaras de Comercio (Confecámaras), la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) asumieron el liderazgo en materia de gobierno corporativo en Colombia. Producto de diferentes iniciativas, han emitido diferentes documentos y leyes (Ley 964 de 2005, Código País, Guía Colombiana de Gobierno Corporativo para Sociedades Cerradas y de Familia, entre otros) que pretenden aumentar los estándares de gobierno corporativo bajo la premisa de que mejores prácticas de gobernanza conducen a una mayor confianza en los inversionistas que pueden reducir el costo del capital, a la vez que permiten mayor acceso a fuentes de financiamiento externas, situaciones que al final se traducen en un mayor impulso económico (Chong y López-de-Silanes, 2007).

La efectividad de la junta directiva como mecanismo de gobierno corporativo ha sido abordada de forma amplia en la literatura (Lorsch, 2017). Gran parte de estos estudios se han enfocado en analizar la relación entre diferentes características de la junta y el desempeño económico y/o el valor de la empresa. Por ejemplo, tamaño (Goel y Sharma, 2017; Moreno, Lagos y Gómez, 2017; Orozco, Vargas y Galindo-Dorado, 2018), composición (García Martín y Herrero, 2018; Goel y Sharma, 2017; Moreno et al., 2017), diversidad (Hassan y Marimuthu, 2018; Moreno-Gómez, Lafuente, y Vaillant, 2018; Rafinda, Rafinda, Witiastuti, Suroso, y Trinugroho, 2018) y dualidad del CEO (Tang, 2017; Teti, Dell'Acqua, Etro, & Volpe, 2017). La relación entre estas características de la junta directiva y el valor de la empresa es una cuestión que aún genera debate dados los resultados contradictorios que se han encontrado. Algunos autores han planteado que las juntas directivas de mayor tamaño son menos eficientes debido a que el proceso de toma de decisiones es más lento y complejo (Eisenberg, Sundgren, & Wells, 1998; Jensen & Meckling, 1976; Mak & Kusnadi, 2005; Yermack, 1996). No obstante, otros argumentan que el tamaño de la junta directiva no guarda relación con el valor de la empresa dado que este depende de las condiciones individuales de cada empresa (necesidad de asesoría o monitoreo, tamaño, tiempo de constituida, etc.) (Coles, Daniel y Naveen, 2008; Wintoki, 2007). De otra parte, respecto a la composición de la junta, desde la literatura de la teoría de la agencia se ha propuesto que un mayor porcentaje de miembros independientes conduce a un mejor monitoreo de la gestión empresarial. No obstante, los resultados empíricos plantean de nuevo evidencia contradictoria. Por ejemplo, Coles et al. (2008) encontraron que las juntas directivas compuestas de forma mayoritaria por miembros internos (es decir, no independientes) poseen un mejor conocimiento de los negocios de la empresa que permite un mejor asesoramiento hacia la alta dirección que se refleja en una mejor valoración de la

empresa. Klapper y Love (2004) sugieren que los resultados contradictorios se pueden atribuir a la realidad de cada empresa y/o al entorno macroeconómico/legal de cada país.

La mayoría de las reformas de gobierno corporativo están basadas en la Ley Sarbanes-Oxley, cuyo objetivo es mejorar la gobernabilidad de las empresas a través de diferentes mecanismos, la junta directiva tiene gran importancia en este marco. Sin embargo, existe poca evidencia empírica sobre la efectividad de estas reformas y/o su impacto sobre el valor de la empresa (Basu y Dimitrov, 2010; Wintoki, 2007), esta situación es aún más marcada en los países emergentes. En el caso colombiano, la Ley de 964 de 2005 estableció para los emisores de valores ciertas obligaciones relacionadas con el tamaño y la composición de la junta directiva. Se esperaba con esta ley que las empresas elevaran sus estándares de gobierno corporativo con la intención de aumentar la inversión extranjera como una forma de impulsar el desarrollo económico. Este documento aporta a la literatura sobre reformas de gobierno corporativo, a la vez que proporciona evidencia sobre la relación del tamaño y la independencia de la junta directiva con el valor de la empresa para el contexto colombiano.

El objetivo de este trabajo fue analizar la relación de la junta directiva (tamaño e independencia) y la reforma de gobierno corporativo de la Ley 964 de 2005 con el valor de la empresa (medido con la Q de Tobin) en un panel de datos compuesto por empresas que cotizan en la BVC durante 2001-2013. Los resultados empíricos no permiten soportar la existencia de dicha relación. Situación que, entre otras razones, puede explicarse por tratarse de un mercado de capitales relativamente pequeño e ilíquido, la debilidad legal relativa a la protección de los accionistas y la presencia de empresas familiares en la muestra. El resto de este documento está organizado de la siguiente manera: posterior a esta introducción, en el numeral 1 se construyen las hipótesis a partir de la revisión de la literatura que relaciona el tamaño y la independencia de la junta directiva con el valor de la empresa. En el numeral 2 se expone la metodología usada en el análisis. Los resultados empíricos son presentados en el numeral 3. Por último, en el numeral 4 se presentan las conclusiones y recomendaciones futuras para la investigación relacionada con el gobierno corporativo y el valor de la empresa.

1. Revisión de literatura y formulación de hipótesis

1.1 Tamaño de la junta directiva y valor de la empresa

La literatura sobre la relación entre tamaño de la junta directiva y el valor de la empresa ofrece resultados mixtos. De una parte, Fama y Jensen (1983) creen que a medida que aumenta el tamaño de la junta, la toma de decisiones se vuelve más lenta y con problemas de conducción interpretativa, resultando menos eficiente, y como resultado, se presenta una menor valoración de la empresa. Diversos estudios soportan este argumento, sus resultados confirman que las empresas que tienen juntas directivas más pequeñas están relacionadas con una mayor valoración (De Andres, Azofra y Lopez, 2005; Eisenberg et al., 1998; Gill y Mathur, 2011; Kumar y Singh, 2013; Mak y Kusnadi, 2005; Nguyen, Rahman, Tong y Zhao, 2016; Ujunwa, 2012; Yermack, 1996). En tanto que otros trabajos han mostrado que, tanto las juntas directivas más grandes o aquellas de menor tamaño pueden afectar de forma positiva la valoración de la empresa (Coles et al., 2008; Jackling y Johl, 2009; Mishra y Kapil, 2018; Mishra y Kapil, 2017; Raheja, 2005). Estos autores afirman que no hay un tamaño de junta directiva óptima, este depende de los requerimientos de asesoría o monitoreo y esto varía entre las empresas. Otros trabajos han determinado que no existe una relación significativa entre el

tamaño de la junta directiva y el valor de la empresa (Bonn, 2004; Boone, Field, Karpoff y Raheja, 2007; Di Pietra, Grambovas, Raonic y Riccaboni, 2008; Lehn, Patro y Zhao, 2009).

Como se mencionó arriba, la evidencia empírica proporciona resultados mixtos sobre la relación entre tamaño de la junta directiva y valor de la empresa. Estos resultados contradictorios muestran que es una cuestión que no ha sido zanjada en la literatura. Debido a la falta de consenso en la literatura, este estudio planteó tres hipótesis diferentes sobre la relación entre el tamaño de la junta directivas y el valor de la empresa en Colombia:

H_{1a}: El tamaño de la junta está relacionado de forma negativa con el valor de la empresa.

H_{1b}: El tamaño de la junta no está relacionado con el valor de la empresa.

H_{1c}: El tamaño de la junta está relacionado de forma positiva con el valor de la empresa.

1.2 Composición de la junta directiva y valor de la empresa

La literatura relacionada con la composición de la junta directiva y el valor de la Empresa se centra en la independencia de la junta, medida como el porcentaje de directores independientes que hacen parte de dicho órgano de gobierno. Klapper y Love (2004) han sugerido que los mecanismos de gobierno corporativo son necesarios para brindar protección a los accionistas en países donde la protección legal es débil. Estos autores consideran que, bajo dicha circunstancia, se requiere un mejor monitoreo de la gestión y plantean que los directores externos (independientes) pueden supervisar de mejor forma a los directivos y, por lo tanto, una mayor proporción de directores independientes en la junta directiva debería tener un impacto positivo en el valor de la empresa (Fama y Jensen, 1983; Jenwittayaroje y Jiraporn, 2019).

La evidencia empírica sobre el impacto de los directores independientes en el valor de la empresa es bastante limitada en los mercados emergente, los principales desarrollos provienen de Estados Unidos, Europa y, más recientemente, Asia. La Ley Sarbanes-Oxley recomienda un mayor número de miembros independientes de manera que la junta directiva pueda optimizar el valor a través de un mejor monitoreo. Esto basado en el supuesto de que los directores independientes son menos propensos a estrechar lazos con los directivos, de forma tal que pueden realizar una mejor labor de monitoreo e incluso un mejor asesoramiento (Dalton, Daily, Johnson y Ellstrand, 1999; Giráldez y Hurtado, 2014; Jackling y Johl, 2009). Diferentes estudios soportan esta posición, muestran que en circunstancias especiales, las juntas directivas que cuentan con una mayor proporción de miembros independientes agregan valor a los accionistas (Bird, Huang y Lu, 2018; Brickley, Coles y Terry, 1994; Byrd y Hickman, 1992; Giráldez y Hurtado, 2014; Hermalin y Weisbach, 1988; Mohapatra, 2016). No obstante, hay otros estudios que presentan resultados contradictorios. Por ejemplo, Coles et al. (2008) encontraron que, en compañías complejas, como aquellas con problemas de I+D, necesitan más asesoría que monitoreo y, por lo tanto, se agrega mayor valor cuando un mayor número de miembros que brindan asesoramiento están presentes en la junta directiva.

De otra parte, otros trabajos han sugerido que no existe una composición ideal de junta directiva (Vu, Phan y Le, 2018). Esta corriente plantea que la composición de la junta debe basarse en la realidad corporativa y en la necesidad interna de asesoría y monitoreo que determinará la necesidad de contar con más o menos directores independientes (Denis y Sarin, 1999; Harris y Raviv, 2008; Lehn et al., 2009). Dado que la evidencia empírica sugiere, en

mayor medida, una relación positiva entre la independencia de la junta y el valor de la empresa, se establece la siguiente hipótesis para el caso colombiano:

H₂: La independencia de la junta directiva está relacionada de forma positiva con el valor de la empresa.

1.3 Reformas de gobierno corporativo y el valor de la empresa

La Ley Sarbanes-Oxley fue publicada en el año 2002 como un intento para evitar la repetición de los escándalos corporativos (Enron, WorldCom, Parmalat, entre otros), su principal objetivo fue garantizar una mayor protección para los accionistas. Las principales bolsas de valores, entre ellas, las bolsas de Nueva York (NYSE) y Londres (LSE) impusieron mayores requerimientos de gobierno corporativo a sus empresas listadas mediante la Ley Sarbanes-Oxley y el Informe Cadbury, respetivamente. La literatura sobre el impacto de Sarbanes-Oxley en la gobernabilidad y el valor de la empresa es aún escasa. La mayoría de los trabajos se ha enfocado en dinámicas de la junta directiva relacionadas con el tamaño y la independencia. Los resultados han mostrado que las juntas directivas son cada vez más diversas e independientes, no obstante, la relación de estas características de la junta con el valor de la empresa sigue siendo una cuestión abierta (Basu y Dimitrov, 2010; Linck, Netter y Yang, 2008; Wintoki, 2007).

La literatura es escasa con respecto al impacto de las leyes de gobierno corporativo en el valor de las empresas en mercados emergentes. El trabajo de Price, Román y Rountree (2011) estudió la implementación de códigos de gobierno corporativo en México y encontró que, aunque más empresas cumplen con las directrices de dichos códigos, no se evidencia alguna relación entre su cumplimiento y el valor de la empresa. Una explicación de estos resultados puede estar relacionada con el hecho de que México muestra una gran concentración de propietarios, escasez de protección contra el uso de información privilegiada y una débil protección de los accionistas minoritarios (Klapper y Love, 2004; Price et al., 2011). En el caso colombiano, la Ley 964 de 2005 establece requisitos para el tamaño y la composición de la junta directiva para los emisores de valores. De acuerdo con esta ley, las juntas directivas no deben tener menos de cinco (5) ni más de diez (10) directores, además, al menos el 25% de estos deben ser independientes. Teniendo en cuenta que Colombia y México poseen características similares, en cuanto al tamaño del mercado de capitales y el entorno legal (ley civil), la ejecución deficiente de la ley y la débil protección de los accionistas, se espera que la implementación de la Ley 964 de 2005 no genere un impacto en el valor de la empresa, en este sentido se plantea la siguiente hipótesis:

H₃: La implementación de la Ley 964 de 2005 no impacta el valor de la empresa.

2. Metodología

2.1 Datos y muestra

La muestra incluyó 406 observaciones-año de empresas listadas en la BVC. La información contable se extrajo de la base de datos Economática, en tanto que la información sobre la junta directiva se obtuvo de la SFC y de los informes anuales que deben publicar las empresas. La información sobre el precio de las acciones y el volumen de operaciones se obtuvieron de DataStream, Bloomberg y BVC.

2.2 Modelo de investigación

El objetivo de este trabajo fue analizar la relación de la junta directiva (tamaño e independencia) y la reforma de gobierno corporativo de la Ley 964 de 2005 con el valor de la empresa (medido con la Q de Tobin) en compañías inscritas en la BVC. Para esto, se estimaron modelos de regresión mediante mínimos cuadrados ordinarios en un panel de datos no balanceado para el periodo 2001-2013. El modelo base es presentado a continuación en la ecuación (1).

$$\begin{aligned} QTOBIN = & \beta_0 + \beta_1 TAMAÑOJD + \beta_2 INDEPENDENCIA + \\ & \beta_3 LEY964 + \beta_4 FAMILIAR + \beta_5 TAMAÑO + \\ & \beta_6 CRECIMIENTO + \beta_7 LIQUIDEZ + \\ & \beta_8 LAG_QTOBIN + \beta_{9-21} AÑO + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

Donde QTOBIN fue la variable dependiente y se usó para aproximar el valor de la empresa (Coles et al., 2008; Yermack, 1996). Las variables independientes fueron TAMAÑOJD, INDEPENDENCIA y LEY964. TAMAÑOJD es la variable que identifica el tamaño de la junta directiva, INDEPENDENCIA representa el grado de independencia de la junta directiva y LEY964 es una variable dummy que identifica el antes y el después de la Ley 964 de 2005. Como variables de control se usó el carácter familiar de la empresa (FAMILIAR), el tamaño de la empresa (TAMAÑO), el nivel de crecimiento del país (CRECIMIENTO), la liquidez de las acciones (LIQUIDEZ) y el rezago de la variable QTOBIN (LAG_QTOBIN), además del año de la observación (AÑO).

Estas variables de control se incluyeron en el modelo con base en la evidencia que las relaciona con el valor de la empresa. Estudios anteriores han mostrado que cuando las empresas crecen, tienen mayores necesidades de contratación y, por lo tanto, requieren juntas directivas de mayor tamaño (Coles et al., 2008). En mercados pequeños, imperfectos e ilíquidos como Colombia, la liquidez tiene un impacto directo en el precio de la acción (Ahn, Cai y Yang, 2018). La variable CRECIMIENTO se usó como aproximación de las posibilidades de crecimiento para las empresas en Colombia, diversos estudios han mostrado que el valor de la empresa aumenta cuando existen mayores posibilidades de crecimiento en la economía (Kraft, Schwartz y Weiss, 2018).

Con respecto a la estructura de propiedad (FAMILIAR), existe evidencia mixta sobre el impacto que la propiedad familiar tiene en el valor de la empresa. Algunos estudios sostienen que debido a una disminución en los costos de monitoreo en la empresa que surgen de propiedad familiar, la relación es positiva (Anderson y Reeb, 2003; Beehr, Drexler Jr y Faulkner, 1997; Daily y Dollinger, 1992 Matthews y Fialko, 2001). Por otro lado, otros académicos argumentan que la relación es opuesta porque se genera un nuevo conflicto de agencia entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios (Dyer, 2006; Gallo, Tàpies y Cappuyns, 2004; Gomez-Mejia, Nunez-Nickel y Gutierrez, 2001). Finalmente, el tamaño de la empresa está relacionado con el valor, cuanto mayor sea el tamaño, mayor será la valoración en el mercado (Siahaan, 2017). En la Tabla 1 se presenta en detalle la operacionalización de las variables.

Tabla 1.
Operacionalización de las variables

Variable dependiente	
QTOBIN	Relación entre el precio de mercado y el valor contable de los activos de la compañía. Calculada como la relación entre la suma del valor de mercado del patrimonio y el valor en libros de los pasivos sobre el valor de reemplazo en libros de los activos.
Variables independientes	
TAMAÑOJD	Número total de directores que componen la junta directiva.
INDEPENDENCIA	Independencia de la junta directiva. Calculada como el porcentaje de directores independientes.
LEY964	Variable dummy que toma el valor de uno (1) si la observación corresponde a después de la Ley 964 de 2005 y de (cero) en caso contrario.
Variables de control	
FAMILIAR	Variable dummy que toma el valor de uno (1) si es una empresa familiar y de cero (0) en caso contrario.
TAMAÑO	Tamaño de la empresa, calculado como el logaritmo natural de las ventas totales.
CRECIMIENTO	Variable de control para el crecimiento de la economía colombiana. La información se tomó de la base de datos del Banco Mundial y muestra el crecimiento del PIB en Colombia para este período.
LIQUIDEZ	Variable que toma valores de uno (1) a cinco (5) dependiendo de la liquidez de la acción. Cuanto mayor es el número, mayor es la liquidez.
AÑO	Variable dummy que indica el año de cada observación

Fuente: Este estudio

3. Resultados y discusión

3.1 Estadísticos descriptivos

En el panel A de la Tabla 2 se presentan los principales estadísticos descriptivos (media, desviación estándar, mínimo y máximo) de las variables del modelo para la muestra total. En tanto que en el panel B y C de la misma Tabla se presentan para las observaciones correspondientes a antes y después de la Ley 964 de 2005, respectivamente. En la Tabla 3 se presenta una prueba de diferencia de medias para la variable LEY964. Esta prueba muestra si hay diferencias significativas para las variables del modelo antes y después de dicha ley.

El promedio de la variable QTOBIN para la muestra completa es 1.06 con una desviación estándar de 0.63. Varía desde un mínimo de 0.1 a un máximo de 4.48. Se observa que este valor aumenta de un promedio de 0,85 (antes de LEY964) a 1,16 (después de LEY964); este cambio es estadísticamente significativo (ver Tabla 3). En la variable TAMAÑOJD se observó un patrón similar, las juntas directivas tenían en promedio 5,93 directores con una desviación estándar de 1,49. Se observó un mínimo de 2 y un máximo de 10 directores, situación que evidencia el incumplimiento de la ley en lo referente al número mínimo de directores por parte de algunas empresas. Se observó que la variable TAMAÑOJD tiene un cambio estadísticamente significativo antes y después de la Ley 964, el promedio aumentó de 5.75 (2001 a 2005) a 6.02 (2006 a 2013).

La variable INDEPENDENCIA presentó un promedio de 41% con una desviación estándar de 22%. Estos resultados van desde un mínimo de 0% (no hay directores independientes en la junta) hasta un máximo de 100% (todos los directores son independientes). El porcentaje promedio de miembros independientes pasó de 33% para los datos anteriores a 2005 a 45%

para los datos posteriores a 2005, esta diferencia es significativa estadísticamente. Se destaca que 28 observaciones de 2006 a 2013 están por debajo de la proporción mínima obligatoria del 25% de directores independientes requerida por la ley. Este hallazgo podría implicar una falta de control por parte de la agencia gubernamental responsable de supervisar la implementación de la ley. La variable FAMILIAR muestra que el 23% de las empresas son familiares en la muestra total.

La variable TAMAÑO presentó un promedio de 15,64 con una desviación estándar de 4,35 para la muestra completa. La variable se mueve en un rango de 13,23 (2001 a 2005) a 16,83 (2006 a 2013). Estos resultados muestran un importante aumento (estadísticamente significativo) en el tamaño de las empresas que cotizan en bolsa, lo que es consistente con el crecimiento de la economía colombiana durante ese período. La variable CRECIMIENTO presenta un promedio de 4,49% con una desviación estándar de 1,62%, se mueve en un promedio de 4,12% a 4,67% antes y después de la Ley 965; esta diferencia es significativa y es consistente con el crecimiento de la economía colombiana. Por último, la variable LIQUIDEZ presentó un promedio de 3,78 con una desviación estándar de 0,98. Esta gran diferencia muestra que existe una importante variabilidad en la liquidez de las acciones analizadas, lo que confirma el hecho de que Colombia, al igual que muchos otros mercados emergentes, el mercado bursátil es pequeño y de baja liquidez.

Tabla 2.

Estadísticos descriptivos

	Observaciones	Media	Desviación Estándar	Mínimo	Máximo
Panel A. Muestra completa					
QTOBIN	406	1,06	0,63	0,10	4,48
TAMAÑOJD	406	5,93	1,49	2,00	10,00
INDEPENDENCIA	406	0,41	0,22	0,00	1,00
CRECIMIENTO	406	4,49	1,62	1,65	6,90
LIQUIDEZ	406	3,78	0,98	3,00	5,00
TAMAÑO	406	15,64	4,35	7,32	24,93
FAMILIAR	406	0,23	0,42	0,00	1,00
Panel B. Antes de la Ley 964 de 2005					
QTOBIN	134	0,85	0,53	0,10	4,48
TAMAÑOJD	134	5,75	1,47	2,00	10,00
INDEPENDENCIA	134	0,33	0,20	0,00	1,00
CRECIMIENTO	134	4,12	1,10	1,68	5,33
LIQUIDEZ	134	3,66	0,94	3,00	5,00
TAMAÑO	134	13,23	3,80	7,32	21,70
FAMILIAR	134	0,20	0,40	0,00	1,00
Panel C. Después de la Ley 964 de 2005					
QTOBIN	272	1,16	0,66	0,22	4,14
TAMAÑOJD	272	6,02	1,49	3,00	10,00
INDEPENDENCIA	272	0,45	0,22	0,00	1,00
CRECIMIENTO	272	4,67	1,80	1,65	6,90

LIQUIDEZ	272	3,84	0,99	3,00	5,00
TAMAÑO	272	16,83	4,11	8,71	24,93
FAMILIAR	272	0,24	0,43	0,00	1,00

Fuente: Este estudio

Tabla 3.

Diferencia de medias antes y después de la Ley 964 de 2005

	Antes		Después		Prueba de diferencia de medias
	Media	Desviación Estándar	Mean	Desviación Estándar	p-valor
QTOBIN	0,85	0,53	1,16	0,66	0,000***
TAMAÑOJD	5,75	1,47	6,02	1,49	0,090*
INDEPENDENCIA	0,33	0,20	0,45	0,22	0,000***
CRECIMIENTO	4,12	1,10	4,67	1,80	0,000***
LIQUIDEZ	3,66	0,94	3,84	0,99	0,080*
TAMAÑO	13,23	3,80	16,83	4,11	0,000***
FAMILIAR	0,20	0,40	0,24	0,43	0,350

Fuente: Este estudio

3.2 Análisis de Regresión

Para el análisis de regresión se usó el modelo de la ecuación (1). A continuación, se presentan los resultados. No se observaron problemas de multicolinealidad ya que la correlación más alta es 0,51 (ver matriz de correlación en la Tabla 4), que es más baja que el nivel máximo aceptable (0,8) de multicolinealidad (Gujarati y Porter, 2008); esto proporciona validez a los resultados de regresión.

Tabla 4.

Matriz de correlaciones

	1.	2.	3.	4.	5.	6.
1. QTOBIN	1					
2. TAMAÑOJD	0,050	1				
3. INDEPENDENCIA	0,080	0,090	1			
4. CRECIMIENTO	0,030	-0,050	-0,070	1		
5. LIQUIDEZ	-0,100	0,030	0,230	0,030	1	
6. TAMAÑO	0,250	0,410	0,510	-0,090	0,140	1
7. FAMILIAR	-0,170	-0,130	-0,240	0,040	0,010	-0,240

Fuente: Este estudio

Los resultados del modelo mostraron un R cuadrado de 0,7654 (Columna a), lo que sugiere que el 76,54% de la variación de la variable QTOBIN es explicada por las variables independientes. Los resultados de la regresión para los conjuntos de datos anteriores y

posteriores a la Ley 964 de 2005 (LEY964) muestran resultados con un cambio de R cuadrado de 0,5863 (Columna e) a 0,8227 (Columna f). Sin embargo, en ambas muestras de datos (antes y después de LEY964) las variables independientes (TAMAÑOJD e INDEPENDENCIA) no muestran relaciones estadísticamente significativas con la variable QTOBIN, resultado que sugiere que esas variables no parecen estar relacionadas con el valor de la empresa.

De forma específica, se observó que la variable TAMAÑOJD está relacionada de forma positiva con el valor de la empresa (0.02), no obstante, esta relación es pequeña en magnitud del coeficiente y no es significativa estadísticamente. Este resultado soporta la hipótesis H1b donde se planteó que no existe relación entre el tamaño de la junta y el valor de la empresa. Las regresiones complementarias respaldan estos resultados al mostrar coeficientes de magnitud baja e insignificante. Los resultados tampoco muestran una relación significativa entre la variable INDEPENDENCIA (porcentaje de directores independientes) y el valor de la empresa (QTOBIN) (coeficiente de -0.08). Este resultado contradice la H₂ que planteaba una relación positiva.

Los resultados muestran una relación positiva y significativa entre las variables LEY964 y QTOBIN (coeficiente de 0.24 con un 1% de significancia). Este resultado contradice la literatura anterior (Price et al., 2011; Wintoki, 2007), ya que muestra una relación positiva entre la reforma del gobierno corporativo y el valor de la empresa. Como se informó antes, la investigación utilizó la ley como una medida agregada del cambio en el gobierno corporativo y los resultados muestran que existe un impacto significativo en el valor de la empresa. Sin embargo, al observar componentes específicos, es decir, TAMAÑOJD e INDEPENDENCIA, los resultados no se relacionan con el valor de la empresa. Para la variable FAMILIAR no se observó relación significativa con el valor de la empresa.

Es importante mencionar la posibilidad de una causalidad inversa entre el valor de la empresa (QTOBIN) y el tamaño de la junta directiva (TAMAÑOJD), lo que significa que los resultados obtenidos por las empresas pueden hacer que los accionistas cambien sus juntas o incluso designen a más directores para asesorar o controlar. Para verificar la causalidad inversa, se generó el modelo de la Columna c de la Tabla 5 con QTOBIN como variable independiente y TAMAÑOJD como la variable dependiente. Los resultados no mostraron una causalidad inversa, lo que proporciona robustez a los resultados. Por último, las regresiones de las Columnas (b) y (c) para mostrar cómo se generó la regresión principal (Columna a). La Columna b se realizó sin tener en cuenta el rezago de la variable QTOBIN ni las variables dummy para el año de la observación. Esta regresión mostró un R-cuadrado muy bajo, lo que indica que se requiere el valor rezagado o las variables dummy. La Columna (c) incluyó el valor rezagado de la variable QTOBIN (LAG_QTOBIN) pero no el efecto de las variables dummy para el año.

Tabla 5.
Análisis de regresión

	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)
	QTOBIN	QTOBIN	QTOBIN	TAMAÑO_JD	QTOBIN	QTOBIN
Constante	0.5600***	-0,0140	0.3100***	4.0600***	-0,2100	-0,3562
	0,1350	0,3180	0,1030	0,9441	0,3100	0,1075
TAMAÑOJD	0,0217	0,0440	0,0250		-0,0007	0,0178

	0,0159	0,0510	0,0150		0,0344	0,0164
INDEPENDENCIA	-0,0812	-0,0110	-0,1000	-1,1342	-0,3252	-0,0154
	0,1034	0,3220	0,1300	0,7536	0,3206	0,0813
LEY964	0.2400***	0.1600*	0,0470	-0,7584		
	0,0621	0,0960	0,0580	0,6933		
TAMAÑO	0.0300*	0.0300*	0,0110	0,1077	0,0313	0.0300***
	0,0103	0,0170	0,0070	0,0948	0,0198	0,0099
FAMILIAR	-0,0207	-0,1740	0.0500*	-0,4553	-0,0358	-0,0154
	0,0279	0,1210	0,0310	0,3483	0,0808	0,0303
CRECIMIENTO	0,0112	0,0220	0.0300***	-0,0299	0,0483	0,0085
	0,0124	0,0150	0,0100	0,0363	0,0294	0,0133
LIQUIDEZ	0,0184	0,0370	0,0240	0.4100*	0,0136	-0,0102
	0,0268	0,0730	0,0260	0,1925	0,0393	0,0274
LAG_QTOBIN	0.7800***		0.7900***	-0,0567	0.5200***	0.8200***
	0,0808		0,0830	0,2372	0,1527	0,0637
AÑO	Sí	Sí		Sí	Sí	Sí
QTOBIN				0,3919		
				0,2828		
R ²	0,7654	0,1531	0,7370	0,2489	0,5863	0,8227
Adj. R ²	0,7522	0,1382	0,7302	0,2067		

Notas. Se muestran seis regresiones en las que (a) es una regresión concluyente y las otras 5 son complementarias. (e) y (f) son regresiones de años anteriores y posteriores a la implementación de la ley. Mientras que (b), (c) y (d) están sin el valor rezagado de la variable QTOBIN, sin variables dummy para el año de observación y sin el tamaño de la junta como dependientes, respectivamente. Todas estas regresiones son útiles para probar los resultados obtenidos en la columna (a). Los errores estándar se muestran debajo del coeficiente estimado. *, **, ***, indican nivel de significancia del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Fuente. Este estudio

4. Conclusiones

Este documento analizó tres aspectos de gobierno corporativo (reformas de gobierno corporativo, tamaño e independencia de la junta directiva) en el contexto colombiano con el objetivo de identificar si tenían relación con el valor de la empresa. Los resultados mostraron que ni el tamaño ni la independencia de la junta directiva están relacionados con el valor de la empresa. En tanto que la implementación y adopción de la Ley 964 de 2005 muestra una relación positiva y significativa con el valor de la empresa. Este trabajo aporta a la literatura relacionada con gobierno corporativo al proporcionar evidencia de la relación de las características de la junta y las reformas de gobierno con el valor de la empresa para un mercado emergente como Colombia. Este documento es valioso para los reguladores en su búsqueda para evaluar el impacto de las leyes de gobierno corporativo; también es valioso para los inversionistas (tanto extranjeros como locales) al evaluar el riesgo de las inversiones de capital en Colombia al demostrarles que las características de la junta no están relacionadas con el valor de la empresa.

Dado que la literatura sobre gobierno corporativo todavía es limitada para los mercados emergentes, existen numerosas oportunidades para la investigación. Los aspectos del gobierno corporativo que merecen un estudio adicional son variables como la estructura de propiedad, la compensación de la administración y otras dinámicas de la junta. Este último podría incluir diversidad de la junta (proporciones de género, sesgo cultural y una combinación de antecedentes profesionales), capital de la junta (definida como la capacidad de los

directores de la junta para monitorear y asesorar a las compañías (Jermias y Gani, 2014)), la frecuencia de las reuniones y la edad de los miembros de junta. Un mayor conocimiento de estos factores será valioso en la búsqueda de la comprensión de los mercados emergentes y sus motores para la creación de valor.

Conflicto de intereses

Los autores declaran no tener ningún conflicto de intereses.

Referencias bibliográficas

1. Ahn, H.-J., Cai, J., & Yang, C.-W. (2018). Which Liquidity Proxy Measures Liquidity Best in Emerging Markets? *Economies*, 6(67), 1–31. <https://doi.org/10.3390/economies6040067>
2. Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301–1328. <http://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
3. Basu, N., & Dimitrov, O. (2010). Sarbanes-Oxley, governance, performance, and valuation. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 18(1), 32–45. <https://doi.org/10.1108/13581981011019615>
4. Beehr, T. A., Drexler Jr, J. A., & Faulkner, S. (1997). Working in small family businesses: empirical comparisons to non-family businesses. *Journal of Organizational Behavior: The International Journal of Industrial, Occupational and Organizational Psychology and Behavior*, 18(3), 297–312. [http://dx.doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-1379\(199705\)18:3<297::AID-JOB805>3.0.CO;2-D](http://dx.doi.org/10.1002/(SICI)1099-1379(199705)18:3<297::AID-JOB805>3.0.CO;2-D)
5. Bird, R., Huang, P., & Lu, Y. (2018). Board independence and the variability of firm performance: Evidence from an exogenous regulatory shock. *Australian Journal of Management*, 43(1), 3–26. Available in: <https://pdfs.semanticscholar.org/e685/08f746cb6ca62b81b162b463b1a4f6a9112b.pdf>
6. Bonn, I. (2004). Board structure and firm performance: Evidence from Australia. *Journal of Management & Organization*, 10(1), 14–24. <https://doi.org/10.1017/S1833367200004582>
7. Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66–101. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.05.004>
8. Brickley, J. A., Coles, J. L., & Terry, R. L. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35(3), 371–390. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)90038-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)90038-8)
9. Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32(2), 195–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90018-S](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90018-S)
10. Chong, A., & López-de-Silanes, F. (2007). Overview: corporate governance in Latin America. Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America. Washington, D.C.: Stanford University Press.
11. Claessens, S., & Yurtoglu, B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
12. Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>

13. Congreso de Colombia. (2005). Ley 964 de 2005. "Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público".
14. Daily, C. M., & Dollinger, M. J. (1992). An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family Business Review*, 5(2), 117–136. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1992.00117.x>
15. Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674–686. <https://doi.org/10.5465/256988>
16. De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197–210. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00418.x>
17. Denis, D. J., & Sarin, A. (1999). Ownership and board structures in publicly traded corporations. *Journal of Financial Economics*, 52(2), 187–223. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00008-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00008-2)
18. Di Pietra, R., Grambovas, C. A., Raonic, I., & Riccaboni, A. (2008). The effects of board size and 'busy' directors on the market value of Italian companies. *Journal of Management & Governance*, 12(1), 73–91. <https://doi.org/10.1007/s10997-008-9044-y>
19. Dyer, G. (2006). Examining the "family effect" on firm performance. *Family Business Review*, 19(4), 253–273. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2006.00074.x>
20. Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00003-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00003-8)
21. Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <http://dx.doi.org/10.2307/258191>
22. Fama, E. F. and Jensen, M. C., Separation of Ownership and Control. Michael C. Jensen, FOUNDATIONS OF ORGANIZATIONAL STRATEGY, Harvard University Press, 1998, and *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, June 1983. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=94034> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94034>
23. Gallo, M. Á., Tàpies, J., & Cappuyns, K. (2004). Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences. *Family Business Review*, 17(4), 303–318. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00020.x>
24. García Martín, C. J., & Herrero, B. (2018). Boards of directors: composition and effects on the performance of the firm. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 31(1), 1015–1041. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2018.1436454>
25. Gill, A., & Mathur, N. (2011). Board size, CEO duality, and the value of Canadian manufacturing firms. *Journal of Applied Finance and Banking*, 1(3), 1–13. Available in: http://www.scienpress.com/upload/JAFB/Vol_1_3_1.pdf
26. Giráldez, P., & Hurtado, J. M. (2014). Do independent directors protect shareholder value? *Business Ethics: A European Review*, 23(1), 91–107. <https://doi.org/10.1111/beer.12039>
27. Goel, A., & Sharma, R. (2017). Disclosures, board size & composition, ownership structure and firm's performance: Finding future research perspectives. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(9), 191–204.
28. Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 44(1), 81–95. <https://doi.org/10.5465/3069338>

29. Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2008). Basic econometrics. New York: McGraw-Hill.
30. Gutiérrez, L. H., & Pombo, C. (2009). Corporate ownership and control contestability in emerging markets: The case of Colombia. *Journal of Economics and Business*, 61(2), 112–139. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2008.01.002>
31. Gutiérrez, L. H., Pombo, C., & Taborda, R. (2008). Ownership and control in Colombian corporations. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 48(1), 22–47. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2006.01.002>
32. Harris, M., & Raviv, A. (2008). A theory of board control and size. *The Review of Financial Studies*, 21(4), 1797–1832. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhl030>
33. Hassan, R., & Marimuthu, M. (2018). Contextualizing comprehensive board diversity and firm financial performance: Integrating market, management and shareholder's perspective. *Journal of Management & Organization*, 24(5), 634–678. <https://doi.org/10.1017/jmo.2018.10>
34. Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics*, 19(4), 589–606. <http://www.jstor.org/stable/2555459>
35. Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492–509. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00760.x>
36. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
37. Jenwittayaroje, N., & Jiraporn, P. (2019). Do Independent Directors Improve Firm Value? Evidence from the Great Recession. *International Review of Finance*. <http://doi.org/10.1111/irfi.12163>
38. Jermias, J., & Gani, L. (2014). The impact of board capital and board characteristics on firm performance. *The British Accounting Review*, 46(2), 135–153. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2013.12.001>
39. Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)
40. Kraft, H., Schwartz, E., & Weiss, F. (2018). Growth options and firm valuation. *European Financial Management*, 24(2), 209–238. <https://doi.org/10.1111/eufm.12141>
41. Kumar, N., & Singh, J. P. (2013). Effect of board size and promoter ownership on firm value: some empirical findings from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 13(1), 88–98. <https://doi.org/10.1108/14720701311302431>
42. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000a). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
43. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000b). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
44. Lehn, K. M., Patro, S., & Zhao, M. (2009). Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935-2000. *Financial Management*, 38(4), 747–780. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01055.x>
45. Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308–328. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.004>

46. Lorsch, J. W. (2017). Understanding Boards of Directors: A Systems Perspective. *Annals of Corporate Governance*, 2(1), 1–49. <http://doi.org/10.1561/109.000000006>
47. Mak, Y. T., & Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between Tamaño de la Junta Directiva y Valor de la Empresa. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), 301–318. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.09.002>
48. Matthews, D. M. C., & Fialko, A. (2001). Founding Family Controlled Firms: Efficiency, Risk and Value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31–49. <https://doi.org/10.1111/0447-2778.00004>
49. Mishra, R. K., & Kapil, S. (2018). Board characteristics and firm value for Indian companies. *Journal of Indian Business Research*, 10(1), 2–32. <https://doi.org/10.1108/JIBR-07-2016-0074>
50. Mishra, R., & Kapil, S. (2017). Effect of ownership structure and board structure on firm value: evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(4), 700–726. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2016-0059>
51. Mohapatra, P. (2016). Board independence and firm performance in India. *International Journal of Management Practice*, 9(3), 317–332. <https://doi.org/10.1504/IJMP.2016.077834>
52. Moreno-Gómez, J., Lafuente, E., & Vaillant, Y. (2018). Gender diversity in the board, women's leadership and business performance. *Gender in Management: An International Journal*, 33(2), 104–122. <https://doi.org/10.1108/GM-05-2017-0058>
53. Moreno, G. J. I., Lagos, C. D., & Gómez, B. G. (2017). Effect of the Junta Directiva on Firm Performance. *International Journal of Economic Research*, 14(6), 349–361.
54. Nguyen, P., Rahman, N., Tong, A., & Zhao, R. (2016). Tamaño de la Junta Directiva y Valor de la Empresa: Evidence from Australia. *Journal of Management & Governance*, 20(4), 851–873. <https://doi.org/10.1007/s10997-015-9324-2>
55. OECD. (2017). *Corporate Governance in Colombia*. Paris: OECD Publishing. <http://doi.org/https://doi.org/10.1787/9789264281134-en>
56. Orozco, L. A., Vargas, J., & Galindo-Dorado, R. (2018). Trends on the relationship between board size and financial and reputational corporate performance: The Colombian case. *European Journal of Management and Business Economics*, 27(2), 183–197. <https://doi.org/10.1108/EJMBE-02-2018-0029>
57. Price, R., Román, F. J., & Rountree, B. (2011). The impact of governance reform on performance and transparency. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 76–96. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.08.005>
58. Rafinda, A., Rafinda, A., Witiastuti, R. S., Suroso, A., & Trinugroho, I. (2018). Board diversity, risk and sustainability of bank performance: Evidence from India. *Journal of Security & Sustainability Issues*, 7(4), 793–806. [https://doi.org/10.9770/jssi.2018.7.4\(15\)](https://doi.org/10.9770/jssi.2018.7.4(15))
59. Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283–306. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=522542> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.522542>
60. Siahaan, F. O. P. (2017). The effect of good corporate governance mechanism, leverage, and firm size on firm value. *GSTF Journal on Business Review*, 2(4), 137–142.
61. Tang, J. (2017). CEO duality and firm performance: The moderating roles of other executives and blockholding outside directors. *European Management Journal*, 35(3), 362–372. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2016.05.003>
62. Teti, E., Dell'Acqua, A., Etro, L., & Volpe, M. (2017). The impact of board independency, CEO duality and CEO fixed compensation on M&A performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(5), 947–971.

- <https://doi.org/10.1108/CG-03-2017-0047>
63. Tirole, J. (2001). Corporate governance. *Econometrica*, 69(1), 1–35. Available in [http://ecoapli1.udc.es/maixe-altes/banca/tema2/Tema cajas/Tirole,J.%282001%29.pdf](http://ecoapli1.udc.es/maixe-altes/banca/tema2/Tema%20cajas/Tirole,J.%282001%29.pdf)
64. Ujunwa, A. (2012). Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(5), 656–674. <https://doi.org/10.1108/14720701211275587>
65. Vu, M. C., Phan, T. T., & Le, N. T. (2018). Relationship between board ownership structure and firm financial performance in transitional economy: The case of Vietnam. *Research in International Business and Finance*. <http://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.09.002>
66. Williamson, O. E. (1984). Corporate governance. *The Yale Law Journal*, 93(7), 1197–1230. Available in: https://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4392/
67. Wintoki, M. B. (2007). Corporate boards and regulation: The effect of the Sarbanes–Oxley Act and the exchange listing requirements on firm value. *Journal of Corporate Finance*, 13(2–3), 229–250. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.03.001>
68. Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)